

LA COPERTA CORTA

30 aprile 2015

Ci sono dei problemi, ma non sono insuperabili

Nell'era (dicono) delle variazioni climatiche improvvise e violente anche i mercati finanziari cominciano a muoversi in modo diverso dal passato. Una giornata in cui il rendimento dei Bund raddoppia, in cui il Dax ha un'escursione del 5 per cento tra i minimi e i massimi e in cui il rendimento dei

Treasuries aumenta proprio mentre veniamo a sapere che il Pil americano è rimasto immobile nel primo trimestre merita qualche riflessione.

La prima è che la coperta della crescita globale, che già non era abbondante, è andata accorciandosi negli ultimi mesi. Oltre all'America, di cui si è detto, anche la Cina sta rallentando vistosamente, mentre alcuni importanti paesi emergenti, come Russia e Brasile, sono entrati in recessione. L'eccezione è l'Europa, che nel primo trimestre è probabilmente cresciuta a una velocità annualizzata del 2.5 per cento, il livello che avrebbe dovuto essere raggiunto dall'America e che invece è stato da questa mancato clamorosamente.



Dong Kingman. The Raised Bridge. 1934.

La seconda riflessione è che l'inflazione, data continuamente sul punto di inabissarsi o impennarsi, si mantiene più calma degli osservatori che la commentano. Dietro questa calma c'è però il lavoro titanico dei rapporti di cambio tra le valute che, muovendosi, redistribuiscono la poca inflazione e la poca crescita di questo mondo in modo da non fare mancare a nessuno un po' dell'una e un po' dell'altra.



Dong Kingman. Mott Street.

Molti commentatori amano inquadrare i movimenti dei cambi in questa fase storica nel concetto di guerra valutaria di tutti contro tutti. I toni apocalittici fanno sempre effetto, ma non sono necessariamente appropriati. C'è infatti una certa razionalità negli aggiustamenti degli ultimi due anni e c'è anche una ragionevole disponibilità a collaborare tra i vari paesi. L'America, che non ha mai amato, se non a parole,

il dollaro forte, ha accettato prima uno yen debole e poi un euro debole quando ha capito che la situazione di Giappone ed Europa stava diventando insostenibile. L'aggiustamento ha avuto successo e ha permesso a entrambi di riprendere a crescere da una parte e di non cadere in una spirale deflazionistica dall'altra.

Il prezzo pagato dall'America è la rinuncia a quell'accelerazione della crescita verso il 3 per cento che sarebbe stato davvero possibile, almeno per quest'anno, se il dollaro non si fosse rafforzato. Un conto è però rinunciare al 3 per salvare il resto del mondo, un altro conto è pagare il salvataggio con una crescita zero (o dell'1-1.5 per cento se escludiamo il grande freddo e lo sciopero dei portuali in California). Certo, in questo modo l'aumento dei tassi americani slitta verso la fine del 2015 ma per ridare colore e ossigeno all'economia americana occorre anche sgonfiare un po' il dollaro, almeno per uno o due trimestri. La coperta, stratonata bruscamente verso il lato europeo, viene ora dolcemente e prudentemente riportata in parte (piccola, crediamo) verso il lato americano.

Le borse europee, vedendo un euro meno esangue, si spaventano oltremisura. Le posizioni più aggressive vengono precipitosamente ridimensionate e si riposizionano in parte in cash e in parte sulla borsa americana. Una delle sorprese di questi giorni recenti è del resto l'ottima tenuta degli utili delle società americane, incluse, in molti casi, quelle che esportano nel mondo.

Abbiamo così la situazione quasi paradossale in cui, in un mondo che cresce poco e con poca inflazione, i profitti esplodono in Giappone, tengono molto bene in America e si apprestano a crescere in misura significativa in Europa. Il grande rialzo di bond e azioni deve certamente molto alla politica monetaria delle banche centrali, ma ha anche motivazioni proprie nella bassa inflazione e negli alti profitti.

Il mondo è dunque instabile e fragile, ma potrebbe andare peggio. C'è però un fatto da non dimenticare. Una parte dei buoni risultati americani è dovuta a operazioni di ingegneria finanziaria. Non sono, attenzione, trucchi contabili o abbellimenti cosmetici, sono operazioni perfettamente legittime che vanno però scrutate con attenzione.

Succede che sempre più società approfittano dei tassi a zero, si indebitano aggressivamente e comperano con il ricavato azioni proprie, sostenendo così il corso del loro titolo in borsa e alzando il livello degli utili per azione.

Questo comportamento è di solito criticato per due ragioni. La prima è che le società ammettono, usando il cash per acquistare azioni proprie, di non avere molte idee per un uso produttivo della liquidità o, peggio ancora, di non avere fiducia nel futuro del loro settore. La seconda è che acquistare azioni proprie ai massimi di borsa potrebbe non essere una buona idea. Il precedente del 2007-2008, un'altra fase in cui i buyback raggiunsero livelli molto elevate, è lì a ricordarcelo.



Dong Kingman. South Ferry. Springfield Art Museum.

C'è però da considerare anche un terzo aspetto, ancora più grave perché sistemico. Alla prossima crisi ci troveremo infatti con un mercato azionario che cadrà da un livello gonfiato dai buyback e con società con uno stato patrimoniale meno solido di quello che avrebbero avuto restando ferme. I buyback, che dovrebbero idealmente essere lanciati con un intento anticiclico (comprando azioni proprie sui minimi di borsa, non sui massimi), si riveleranno di nuovo prociclici.

Detto questo, la realtà dei bilanci societari va considerata nella sua complessità. È vero, come sottolinea Druckenmiller, che il debito corporate in America è passato dai 3.5 trilioni del 2007 ai 7 trilioni attuali, ma è altrettanto vero, aggiungiamo noi, che nel frattempo gran parte delle società ha accumulato imponenti flussi di cassa positivi. È frequente, soprattutto tra

le multinazionali, un grande accumulo di cash fuori dagli Stati Uniti e, nello stesso momento, il ricorso crescente al debito sul mercato domestico per il riacquisto di azioni proprie.

Quanto alle turbolenze del mondo obbligazionario, era ragionevole prevedere che prima o poi la volatilità sarebbe aumentata, anche se è bizzarro che l'aumento dei rendimenti abbia luogo proprio in un momento in cui la crescita globale si rivela più debole del previsto. In un certo senso questo rappresenta un successo per i policymaker, che hanno saputo creare un minimo di aspettativa di inflazione. È probabile che l'aberrazione dei tassi negativi in Europa avrà termine abbastanza presto e nel modo migliore per l'economia, grazie cioè a un modesto aumento dell'inflazione e non grazie a un aumento dei tassi reali. I bond avranno a soffrirne, ma in modo molto limitato.



Dong Kingman. Four Men on a Bicycle.

volatilità che si profila all'orizzonte. Quanto al dollaro, non pensiamo che l'America abbia bisogno di un deprezzamento marcato del dollaro per ridare spinta alla sua economia. D'altra parte, non appena la spinta avrà sortito i suoi effetti, il dollaro tornerà ad essere la valuta d'elezione per la forza strutturale della sua economia.

Operativamente, non ci sembra arrivato il momento di
di
aggiustare
aggressivamente i portafogli.
Quelle che vanno aggiustate
sono semmai le attese di
performance in un mondo in
cui i bond si avviano alla
conclusione del loro rialzo
secolare e in cui le azioni
manterranno l'importante
supporto di utili in crescita
ma dovranno pagare con la
fine dell'espansione dei
multipli la maggiore

Alessandro Fugnoli +39 02 777181



Disclaimer

Gruppo Kairos. Via San Prospero 2, 20121 Milano.

La presente pubblicazione è distribuita dal Gruppo Kairos. Pur ponendo la massima cura nella predisposizione della presente pubblicazione e considerando affidabili i suoi contenuti, il Gruppo Kairos non si assume tuttavia alcuna responsabilità in merito all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni nella stessa contenuti ovvero presenti sulle pubblicazioni utilizzate ai fini della sua predisposizione. Di conseguenza il Gruppo Kairos declina ogni responsabilità per errori od omissioni.

La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, non costituendo in nessun caso offerta al pubblico di prodotti finanziari ovvero promozione di servizi e/o attività di investimento né nei confronti di persone residenti in Italia né di persone residenti in altre giurisdizioni, a maggior ragione quando tale offerta e/o promozione non sia autorizzata in tali giurisdizioni e/o sia contra legem se rivolta alle suddette persone.

Nessuna società appartenente al Gruppo Kairos potrà essere ritenuta responsabile, in tutto o in parte, per i danni (inclusi, a titolo meramente esemplificativo, il danno per perdita o mancato guadagno, interruzione dell'attività, perdita di informazioni o altre perdite economiche di qualunque natura) derivanti dall'uso, in qualsiasi forma e per qualsiasi finalità, dei dati e delle informazioni presenti nella presente pubblicazione.

La presente pubblicazione può essere riprodotta unicamente nella sua interezza, a partire dalle 48 ore successive la diffusione ufficiale, ed esclusivamente citando il nome del Gruppo Kairos, restandone in ogni caso vietato ogni utilizzo commerciale e previa comunicazione all'ufficio stampa (Mailander – 011.5527311). La presente pubblicazione è destinata all'utilizzo ed alla consultazione da parte della clientela professionale e commerciale del Gruppo Kairos cui viene indirizzata, e, in ogni caso, non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti a cui si rivolge. Il Gruppo Kairos ha la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi elemento sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira ovvero è tratto anche prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della sua clientela. Il Gruppo Kairos può occasionalmente, a proprio insindacabile giudizio, assumere posizioni lunghe o corte con riferimento ai prodotti finanziari eventualmente menzionati nella presente pubblicazione. In nessun caso e per nessuna ragione il Gruppo Kairos sarà tenuto, nell'ambito dello svolgimento della propria attività di gestione, sia essa individuale o collettiva, che nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento (quali la consulenza in materia di investimento in strumenti finanziari) ad agire conformemente, in tutto o in parte, alle opinioni riportate nella presente pubblicazione.